

日本の機関投資家(下)

津 田 和 夫

目次 (下)

- 7. 投資顧問業務と企業年金——豊かな高齢化社会を求めて
- 8. 郵便貯金——避けられない効率化と民営化
- 9. 公的金融の構造改革——新たな機関投資家の誕生
- 10. 機関投資家の新時代——運用哲学の構築と技術革新ならびに企業統治

前回に引き続き、機関投資家の分析を、投資顧問業務と年金基金、郵便貯金、公的金融制度（財政投融資）に焦点を当て、最後に国民の資産である年金によるコーポレートガバナンス（企業統治）に言及する。

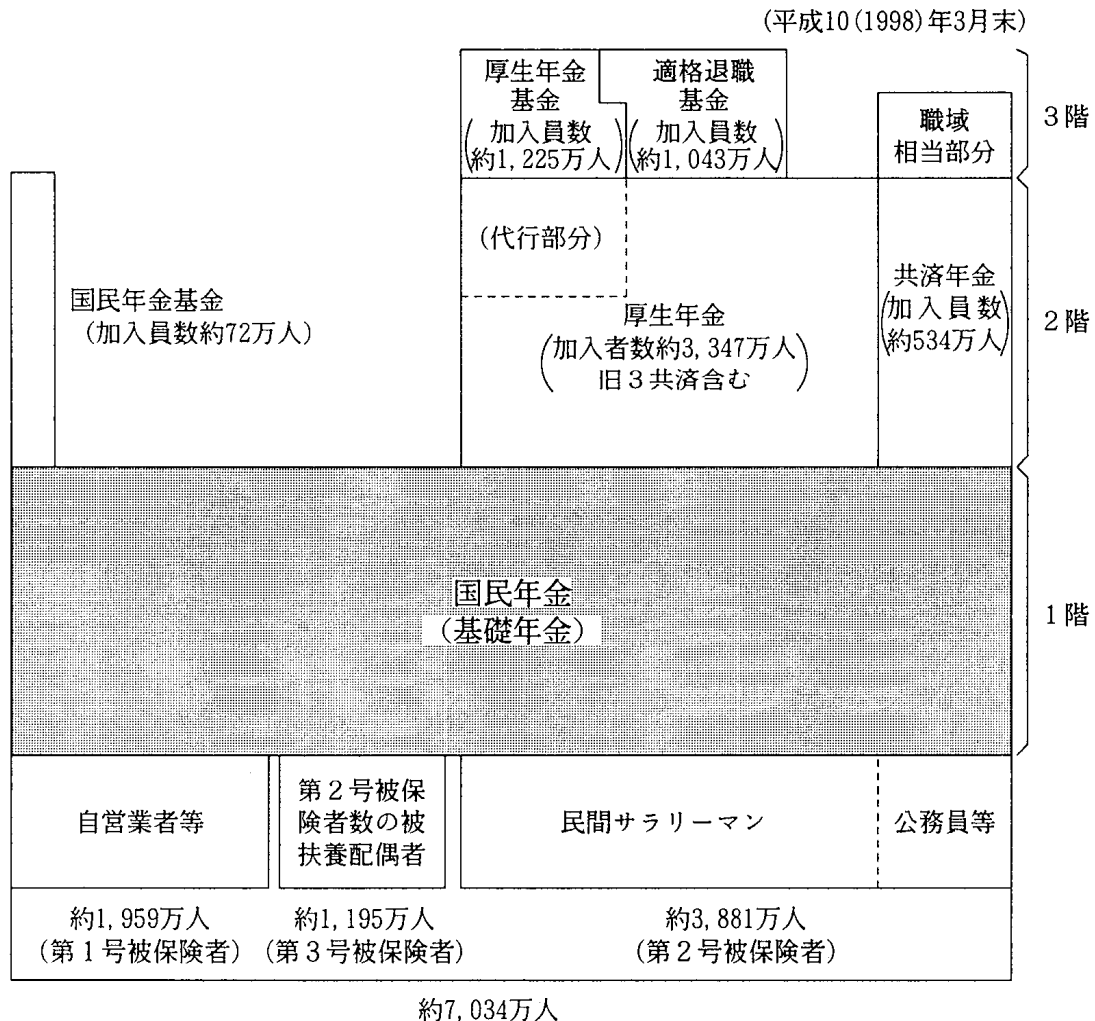
7. 投資顧問業務と企業年金——豊かな高齢化社会を求めて

①企業年金運用——複雑な公的年金制度

銀行や郵便貯金の預貯金と生命保険の次に位置する巨大な金融資産は公的年金である。資金の運用と給付の形態という側面から見れば公的年金制度は2種類に分けられる。一つは世代間相互扶助方式をとっている国民年金（基礎年金＝1階部分）と厚生年金保険や各種共済年金（老齢厚生年金・被用者年金＝2階部分）など、もう一つは従業員と勤務先企業による完全積み立て方式をとっている企業年金（厚生年金基金と税制適格年金＝3階部分）に分類される。これ等の関係は厚生年金保険による基礎年金の一部代行、厚生年金基金による老齢厚生年金保険の一部代行、国民年金への国税負担などがあ

キーワード：公的年金制度，エリサ法，投資顧問と投資信託の兼営，財政投融資改革，年金による企業統治

図17. 年金制度の体系



資料：社会保険庁「事業年報」等から厚生省年金局年金白書（平成11年 P. 29）

って、公的年金の仕組みは極めて複雑に絡みあい、利害関係も輻輳している。

1階部分と2階部分は相互扶助・確定給付方式で、その資金運用については、原則として（一部が年金福祉事業団により自主運用されているが）大蔵省理財局が管理・運営する資金運用部に預託され、財政投融资制度に組み込まれている。（図17）この部分については運用形態や考え方が民間と異なる仕組みとなっているので、郵便貯金と併せ公的金融制度の一環として別の角度から分析する。

世代間相互扶助方式については少子高齢化社会を反映した給付の増加とか、世代間の負担と給付の不公平性とか、現行制度維持の計算根拠となる予定利率が硬直的に高率で定められていたことによる積み立て不足など、様々な構

造的欠陥が露呈している。目下、消費税率引き上げも視野に入れた税制改革や、保険制度維持の是非、給付圧縮なども含め、様々な年金改革案が厚生省や政府与党筋より提示されている。このように、いま、我が国の年金制度は根本的な改革の途上にあり、改革過程で年金の自主運用を行ってきた年金福祉事業団の組織や機能の変更も予定されており、新たに誕生する「年金資金運用基金」が投資顧問会社や投資信託会社への委託などを通じて、本格的な機関投資家として金融・資本市場に登場する可能性が増大している。

しかし、現制度の下では投資顧問業務の直接の対象となる部分は3階部分に限られる。この部分の年金の特質は完全積立方式である。完全積立方式である厚生年金基金（代表的企業年金）の運用は、戦後長期間にわたり生命保険会社と信託銀行に寡占的に委託されてきた。

後日、1986年に証券投資顧問法が施行され業務が開始された後は、外資系投資顧問会社の圧力もあって、極めて遅いスピードではあるが段階的に投資顧問会社がこの運用に加わった。

アメリカでは投資顧問業務は1940年の法律施行で本格的に始まった。この長い歴史的経験を踏まえ、また後日制定されたエリサ法（従業員退職所得保障法1974）の中に委託者に忠実（Prudent）たるべき資金運用業務の基準が示されていたので、公正・中立の理念に基づき資産運用が行われ、機関投資家の本筋業務として成熟している。

わが国においては、投資顧問業務のスタートは半世紀近く遅れたが、年金問題への国民的関心の高まりをうけて将来は質量ともに発展し成熟する期待が持てる。

従来、わが国では企業年金の運用は、既に述べているように信託銀行と生命保険会社に限定され、また厚生省による長年の運用規制により、国債、株式、外貨商品などへの投資比率が一律に定められ、運用の柔軟性が欠落していた。その後、運用規制は徐々に緩和されているが技術の未熟さも手伝って適切な運用が阻害され、株価下落、公社債の利回り低下、円高基調の為替相場等の逆境に耐えられず、運用成果は惨憺たる状態となっている。

我が国の年金はすべて確定給付方式であるが、2001年3月から国際会計基準の採用に伴い時価会計を採用し、将来負担額を決算資料で公表することを義務づけられることになり（詳細後述）、ここにこれまで原価法の会計基準で隠蔽されてきた積み立て不足が露呈することになった。

さらに、年金基金を運営する企業が倒産した場合は当該厚生年金基金自体が解散に追い込まれ、また制度上受け皿となるべき厚生年金基金連合会も、既に多くの企業倒産の影響を受けて資金的に負担不可能の状況にあり、事実上確定給付が崩壊の危機に瀕している。

そこで、将来の構想として401kという確定拠出型年金がいま熱い視線を浴びている（遅くとも2001年度中には法律が成立する見込み）。この制度には現行年金制度の欠陥を是正するプラス面を多々有している反面、運用責任は加入者の自己責任となり、給付が運用実績によって不確定となるなど、個人の責任負担が増大するリスクも内包している。

投資顧問業務はこのようリスクをコントロールする役目を担い国民の利益を代表するが、銀行や証券に比べ一般的にはなじみが薄い。しかし、この業務は(i)年金資産の運用と密接に関係していることと、(ii)投資信託との兼務が認められたこと、(iii)当初より外資系企業が参入してきたことなどにより、国民の金融資産運用の代理人としての期待は大きい。そこで、まずわが国の投資顧問業の推移と企業年金運用について述べる。

②わが国の投資顧問業——15年の成長過程——

資産運用についての経験や知識に基づいて投資家にアドバイスする専門家や助言業者の存在は歴史的に古い。この仕事が発展し手数料を得て業として確立したのが投資顧問業である。

アメリカでは、1929年金融恐慌後の様々な金融関連法律の施行・改廃を受けて、1940年に投資顧問法（Investment Advisors Act）が成立、追って1974年にエリサ法（Employment Retirement Income Security Act）が制定され、資金運用の重点が年金におかれるようになった。同法の基本精神である prudent（資産の忠実な運用義務）という受託者の行為規制は、投資顧問業

の規範であると広く認識され、アメリカでは第5の金融業として社会的に高い評価と信認を得ている。

わが国ではこの業務はかなり遅れて、1986年11月に「有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律」の施行により発足したが、法律制定の直接の動機は、1980年代後半に投資ジャーナルとか誠備投資グループ等といった詐欺的業者が頻発したことで、これら悪徳商法や不正行為の排除が目的であった。

しかし、証券会社や銀行など金融機関はこの業務の将来性について早くから強い関心を示し、法律制定を展望し、子会社として投資顧問会社をいち早く設立した。ところが、これら金融業界の適切な認識とは逆に、投資顧問業務や資産運用について、行政や一般的社会通念は未熟であり、誤解、知識の欠如、既存の制度との整合性、適格性を欠いた規制などに阻まれ、健全な成長は遅々として進まなかった。

発足後15年経ったいま、関係者の努力による地道な改革路線を経て、不適切な規制はほぼ撤廃され、やっと真のスタートラインに立ったものと判断される。

当初は、投資顧問会社は、法律上登録だけで営業の出来る「助言業者」と、厳しい審査を経た上で投資判断の一任契約（discretionary account）が締結出来る免許が付与される「一任業者」に区分された。業界団体である日本証券投資顧問協会は1987年に設立されたが、その時点において登録会社数は310社であった。このうち一任認可会社は115社で、銀行、証券、生保に加え、外資系が36社を数えたのが特筆される。また、助言業者の約半分は古くから存在する街の株式助言業者であった。投資顧問会社はこのように外資系、金融機関係、街の株式助言者など、まさに呉越同舟であり、夫々の見る夢は異なっていたが、その後会社数と契約残高は順調に推移している。（表18・表19）

呉越同舟の考え方をを設立母体機関毎に分析すると次の通りである。

(i)都市銀行や長期信用銀行を中心とする銀行業界が法律の施行で先ず大きな期待を抱いた。当時、銀行による証券業務は原則として禁止されていた（証券取引法65条）ので、投資顧問会社を経由して取引先企業の株式市場で

表18. 投資顧問業の登録状況推移

(単位：件)

	新規 登録	登録 抹消	登 録 数			
			計	一任	助言	非居住者
1987. 10	310	—	310	115	195	36
87末	42	—	352	115	237	46
88 "	120	8	464	127	337	59
89 "	80	13	531	138	393	72
90 "	103	33	601	148	453	107
91 "	52	40	613	147	466	117
92 "	29	63	579	154	425	122
93 "	21	50	550	150	400	118
94 "	32	34	548	152	396	121
95 "	46	35	559	148	411	134
96 "	55	42	572	147	425	142
97 "	78	48	602	145	457	170
98 "	68	66	604	136	468	176
計	1,036	432				

資料：金融財政情報1999. 3. 15 (P. 44), 米里氏原稿の項目

表19. 投資一任会社の契約残高

(単位：兆円)

	会社数	国 内			海 外		合計
			特金	年金		年金	
88. 3末	115	—	—	—	—	—	16. 6
89. 3	133	—	—	—	—	—	20. 8
90. 3	141	20. 8	17. 5	0. 8	9. 6	1. 5	30. 4
91. 3	148	22. 0	15. 3	1. 4	11. 0	2. 7	33. 0
92. 3	152	21. 7	13. 1	2. 1	13. 0	3. 7	34. 8
93. 3	154	20. 8	11. 5	2. 7	15. 4	4. 6	36. 2
94. 3	150	21. 3	11. 7	3. 7	18. 1	5. 5	39. 4
95. 3	151	21. 3	10. 6	4. 8	16. 9	5. 9	38. 2
96. 3	147	23. 9	10. 4	6. 8	21. 9	7. 9	45. 8
97. 3	145	31. 9	9. 7	13. 8	24. 1	10. 2	56. 0
98. 3	137	37. 4	8. 9	18. 8	23. 3	11. 0	60. 7
12	133	42. 1	8. 4	23. 5	19. 8	9. 9	62. 0

資料：金融財政情報1999. 5. 17 (P. 36), 米里氏原稿の項目

の資金運用に直接関与出来る道が開けたことは、厳しい金利規制下における低金利預金の劣勢を挽回するための絶好のチャンスであった。株式のキャピタルゲインの有利性を勧誘材料として、企業に余剰資金を受託させたり、親銀行が融資し、その資金を系列投資顧問会社を受託させるなど、預金の銀行離れの補完を図った。

投資顧問会社は、資産の保管業務と証券売買業務は禁止されていたので、受託した資産は、当時、この種取引に利便性の高い信託銀行の特定金銭信託勘定に預けられ、株式の売買指図は親密な企業グループの証券会社へ発注された。このように、銀行は証券会社や信託銀行との親密化と系列化の戦略を推進しながら、実質的に証券業務の一端に参画し、刻々値動きを追う「財テク的短期取引」に特化していった。

長期的な展望を見据えた年金運用が投資顧問の本筋業務である事は理念として承知しつつも、当時は当局による将来の年金運用の認可基準が、相変わらず受託量の大きさで差別されるという憶測もあって、量の拡大に特化した「財テク的短期取引」を加速させた。銀行の信用を背景としたいわゆる「にぎり＝暗黙の元本保証」が当時広く行われていた事実はよく知られているが、証券会社による損失補填事件（1991年）の過程でも、こうした銀行の行為は明るみに出ず、実態解明は永遠に闇に閉ざされてしまった。

(ロ)証券会社は銀行と異なり投資顧問業務に対し多くの期待は抱いていなかった。なぜなら、古くからの慣行として、投資家に株式情報を提供し「この株は儲かります」といった証券取引法違反すれすれの業務を行っていたことは周知の事実で、特に大口投資家の資金を簿価分離の特性を利用し特定金銭信託勘定で運用していた「営業特金」は、実態は投資顧問業務そのものだったからで、投資顧問会社を新設するニーズに乏しかった。しかし、1991年に発覚した大口投資家への損失補填事件で、この「営業特金」が禁止されてから、系列投資顧問会社の役割が再評価されるようになった。それでも、業務の本筋が「営業特金」と同様に、短期の株式トレードで親会社である証券会社（ブローカー）の委託売買手数料稼ぎという長年染みついた体質に変わり

はなく、その後の長期的株価下落過程で精彩を欠いてしまった。

(イ)信託銀行は既にファンドトラストという一任勘定を保有していたこと、企業年金受託の特権を与えられていたこと、貸付信託という富裕者向けの資産運用手段もあったこと、特定金銭信託勘定が努力せずに膨れ上がってきたことなどにより、時代の趨勢にフォローするという程度の参入意欲しかなかった。

(ニ)生命保険会社は信託銀行と同様に、既に企業年金の受託の特権を得ていたので、投資顧問業務には殆ど興味を示さなかった。

(ホ)外資系金融機関は国内企業と平等の条件で当初から参入免許を得られたわけで、これは当時のわが国金融業界としては画期的なことで、対日戦略の一環として積極的に参入してきた。狙いはいうまでもなく年金資産運用であった。しかし、彼らの誤算は、巨大な規模を有する厚生年金保険や国民年金など公的年金が政府系金融への資金源として排他的に財政投融资制度に組み込まれており、民間金融機関の運用対象ではないという事実認識が欠落していたことである。この事実を把握した後は、生保・信託の寡占を排除し厚生年金基金の運用を狙うことに市場開拓のターゲットが絞られたが、この戦略については都市銀行などと利害が一致していた。

(ヘ)街の一般助言業者は大蔵省の認知を得ることでステータスが上がることを好感して助言業者の登録が増加した。

このように多面的な課題を抱えてスタートした新しい業界であったが、金融自由化とビッグバンの潮流の中で、1990年代中頃から新たに大きな転換期を迎えることとなった。

③投資信託との併営

投資顧問業務は、顧客に資産の運用を委託され、助言や判断により手数料を受け取る知的サービス業で投資信託と類似した業務であるが、相互の業務内容の関係調整が行なわれることなく、悪徳業者排除という観点だけからスタートしてしまったことが問題を複雑にさせた。問題の不整合の主たる原因は業際区分の維持、特に証券取引法第65条による証券業務についての他業態

の参入禁止規制にあった。そこで、これら不整合の解消に向けた考え方の調整と証券業務の規制緩和の過程で、当然の結果として投資顧問と投資信託の併営が実現したわけである。

新しく発足した投資顧問と旧来からの投資信託の制度上の主な違いを挙げると、(イ)投資信託は証券会社を母体としているが、投資顧問は誰でも参入可能である。(ロ)投資信託は不特定多数を相手に出来るが、投資顧問は相対取引で、複数の顧客について合同運用出来ない、(ハ)投資顧問では資産の保管が禁止されているので資産(株式等)の所有権は移転しないが、投資信託では移転する。そこで議決権などについての問題が複雑になる。(ニ)投資信託はレディーメイド商品であるが、投資顧問はオーダーメイド商品で当初最低契約金額は1億円と定められていた。従って、小口資金は投資信託へ、大口資金は投資顧問へというような暗黙の棲みわけが出来上がってしまった。

しかし、この棲みわけが崩れる要因が発生した。1993年の証券取引法改正により私募債の定義が与えられた事である。この改正前の証券取引法では証券取引について「不特定多数」の顧客を相手にする公募債の定義しかなく、私募については曖昧な行政判断に任せられ、銀行などの参入は自由であったが、この改正により、私募証券に付き適格機関投資家に限定した「プロ証券」と、投資家の数を50人以下に限定した「少数証券」を証券取引法上の証券と定義づけた。その結果この分野での既得権を擁護し私募証券への銀行の参入を正式に認知した。これにより従来の「不特定多数」というあいまいな概念は消滅した。

次いで、1998年7月に私募投信が認められたことである。つまり、ここで証券取引法の私募債の定義を準用して「特定または少数の受益者」を対象とする投資信託が可能となった。これはまさに、投資信託と投資顧問の中間に位置する商品がはじめて登場したことになる。

この様な、業態区分の緩和・撤廃を目指す金融緩和の流れの中で、1995年1月に投資信託委託会社と投資顧問会社の一任業務の認可基準の改正が行なわれ、一定の条件を満たせば相互の兼務が可能となった。そこで、1995年9

月に大和証券投信委託会社が投資顧問の免許を得て兼営第1号となった。その後、外資系、都銀系、証券系等による兼営や合併が激増している。加えて金融ビッグバンの一環として、1998年12月に銀行本体による投資信託の販売が許可され、また、大手都市銀行を軸として金融再編成が加速する過程で、業態としての区分が急速に解消していく方向にある。今後様々な母体による投資顧問会社が、能力に応じ、幅広いファンドマネージ業務を飛躍的に進展させることが期待される。

しかし、さらに国民の資産運用についてプルーデントな観点から機関投資家が果たすべき大きな問題がある。それは証券以外の資産への投資規制緩和である。資産担保証券、商品ファンド、不動産担保証券などは、証券に類似する価格変動商品であり、欧米では投資顧問や投資信託の運用対象として確立しているが、わが国では行政の縦割り区分が弊害となり、統一的な法律の成立が遅れている。このような欠点に着目し、改善を画るべく既に多くの審議会で議論が尽くされているが、着地点として、各省庁を横断する「金融サービス法」の制定が残された大きな課題である。

④厚生年金基金（企業年金）などの運用への参入

厚生年金基金は老齢厚生年金の一部を国に代わって代行給付し、企業の実状に応じ上乘せするという目的で1966年に実施された制度である。この制度は世代間相互扶助方式でなく完全積立方式である。1998年末で加入者約1200万人、資産は約50兆円である。この制度の導入以来、資産の運用と管理は寡占的に信託銀行と生命保険に任されていた。計算上の予定利率は5.5%と定められ、資産配分規制についてはいわゆる5・3・3・2規制（元本保証5割以上、国内株式3割以下、外貨建て資産3割以下、不動産2割以下）が行われていた。このような状況の下、委託者の利益を目的とした適切で効率的な資金運用は著しく阻害されてきた。

そこで、新たに創設された投資顧問業界が新規参入を目指したわけである。

デイトレーダーのように株式の短期売買のような投機ではなく、長期的資産価値の安定的拡大の観点から、高度の運用理論に基づきアセットアロケー

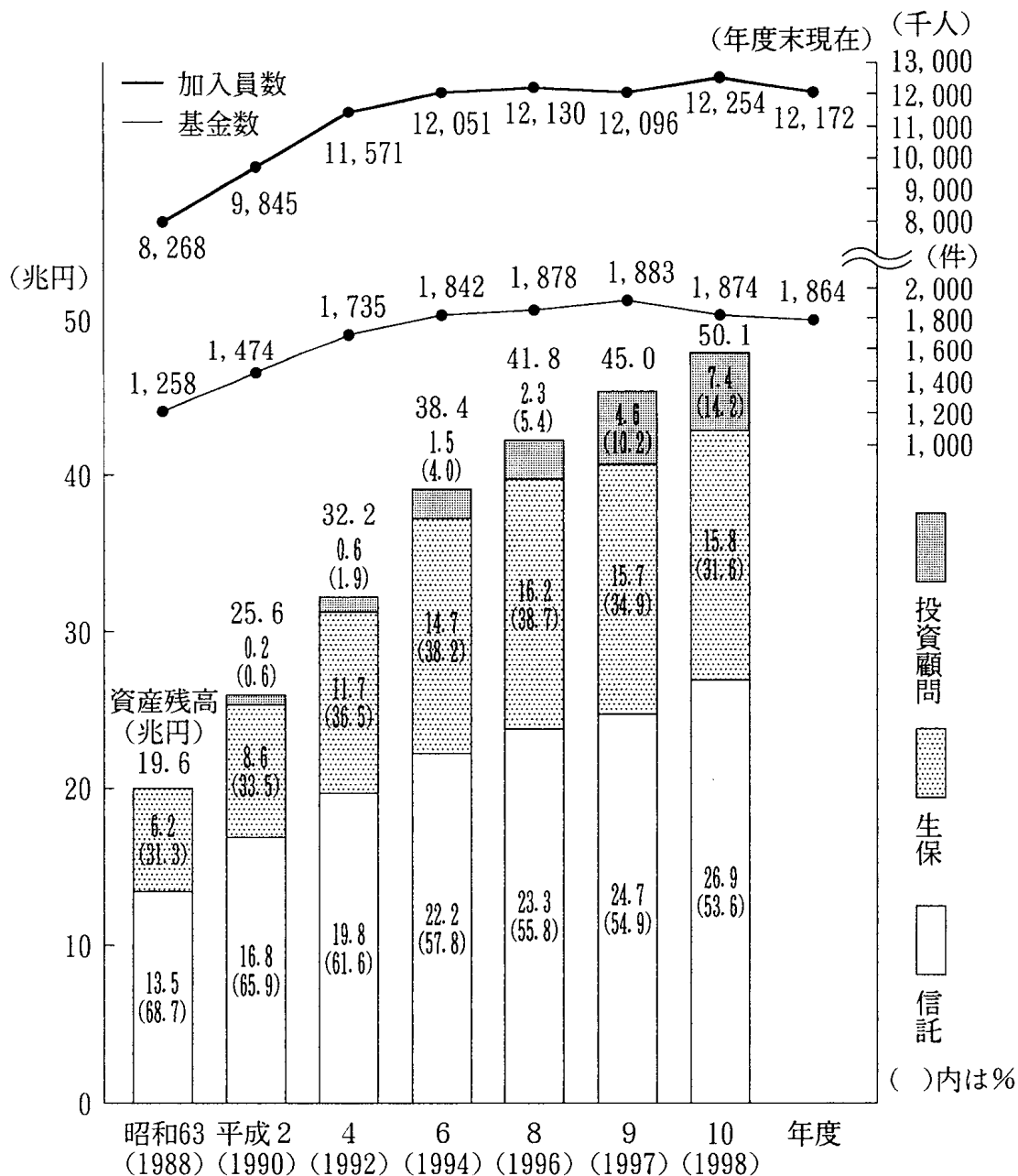
ション（資産分散比率）やグローバル投資を行なうのが投資顧問業務の本筋であり、年金資金の運用がそれに最も適した業務であることは議論の余地はない。しかし、そのためには、厚生年金法など様々な法律と制度の改正が必要で、投資顧問業界は年金運用への参入を可能とするように法律改正を強く迫ったが、生保・信託の既得権擁護の壁は容易に崩せなかった。大蔵・厚生両省と外資系投資顧問会社も交えた厳しい折衝の末、やっと1990年4月から受託機関拡大へ向けた制度改正が実施された。

しかし、当初はニューマネーに限られ、対象基金は設立後8年、最小契約資産10億円などの厳しい規制が敷かれていた。その後の規制緩和交渉や、運用成果の悪化などを受けて、徐々に規制は緩和され、遂に1996年4月には、投資顧問の参入規制や投資商品種類別規制もほぼ全面的に廃止され、1997年には年率5.5%という固定的な予定利率も各基金の自由裁量で定められるようになり、期末資産も時価評価されることとなったので、投資顧問会社の参入比率は次第に上昇して来ている。（表20）

企業年金のもう一つの柱である適格退職年金は主に中小企業が中心であり1962年に発足し、1998年末で加入者約1040万人、資産約20兆円であるが、これに投資顧問が参入出来たのは1997年10月である。また、1991年4月から自営業者などへの上乗せ制度として発足した国民年金基金にも、1996年6月から参入を開始した。制度発足後、日が浅いので総資産は1兆円程度である。

企業年金のこれからの課題として、いま注目されているのは、遅くとも2001年中に導入が予定されている確定拠出年金である。1980年にアメリカで開始され普及している制度（401k）で、拠出金と運用益の合計で給付額が決定する。貯蓄と類似している事から優遇税制について議論が紛糾し、さしあたり自営業者に有利で、中小企業の従業員や専業主婦には不利な制度でスタートするという法案が提示された。この制度は個人の持ち分が明確となるため、ポータビリティがあり、終身雇用が崩れ労働市場の自由化が促進されている現代の潮流に適合していること、および運用責任が加入者にあり、的確な運用商品の提供について一層の受託者責任と専門的対応が迫られることなど

表20. 厚生年金基金の推移



- (注) 1. 平成10(1998)年度は、平成10(1998)年12月末の値です。
 2. 資産の評価方法は、平成8(1996)年1までは簿価、平成9(1997)年度は時価です。
 3. 投資顧問には自家運用を含みます。

資料：厚生省年金局調べ

(年金白書 平成11年 P. 69)

により、投資顧問業務のプロフェッショナルな役割が期待される分野である。

もう一つの重要な改革は、企業年金の会計基準の変更である。国際会計基準に従い、2001年3月期決算から、退職給付に関し年金債務が時価評価した年金資産より大きい場合は、不足額を退職給与引当金として貸借対照表に負

債計上しなければならないこととなった。この結果、企業年金積み立ての促進、資産運用の効率化等が進行することになる。一方、年金積立金の運用悪化や企業倒産の多発を理由として、厚生年金基金の解散の動きも加速化している。このような環境下、勤労者の老後の所得保障を充実させるためにも、投資顧問業務の一層の成熟と活躍が期待される。

8. 郵便貯金——避けられない効率化と民営化

①定額貯金の流出

郵便貯金独特の商品である定額貯金は郵便貯金の8割以上を占め、さらに10年間の固定金利が保証されていたので、1990年頃に年率6%前後で預け入れられたこの高金利貯蓄商品の残高は200兆円を超え、2000年以降一斉に満期を迎え、その総額は100兆円を超えるものと推定され、郵政当局の控えめな自己推定でも2000年—2001年に49兆円の流出を見込んでいる。これがどの程度投資信託や外貨金融商品などのハイリスク・ハイリターン商品へ向かうのか、逆に安全を指向し、現在の超低金利を我慢し郵便貯金にそのまま残るのかは、貯金者の安全志向がどのように変化するかによるが、他方大手銀行の合併・統合による信用力とサービスの強化による信用回復の度合い、信用組合や農業協同組合など地域金融機関の破綻と不安感の高まり、投資信託や株式市場の相場動向、郵便局の資金引き留め戦略など様々な要因に影響され、長期的な資金の動きは見極め難いが、さしあたり2000年度中の流出は限定されている。(表21)

さらに、次の節目として、2001年4月から資金運用部への預託義務が免除され、郵便貯金が全額自主運用されることが決まっている。これは250兆円という巨大資金が、財政投融资という政府ならびに大蔵省理財局の意思決定だけに従属する閉鎖的・排他的で硬直的な資金環流ルートから解放され、自由市場へ相当量放出される道が出来ることである。だが、今後どのようなスピードで、どのように運用されるのかは、全く未知数である。ここに民間機関投資家である信託銀行、投資信託、投資顧問会社などの役割が出現するこ

表21. 郵便貯金種類別現在高

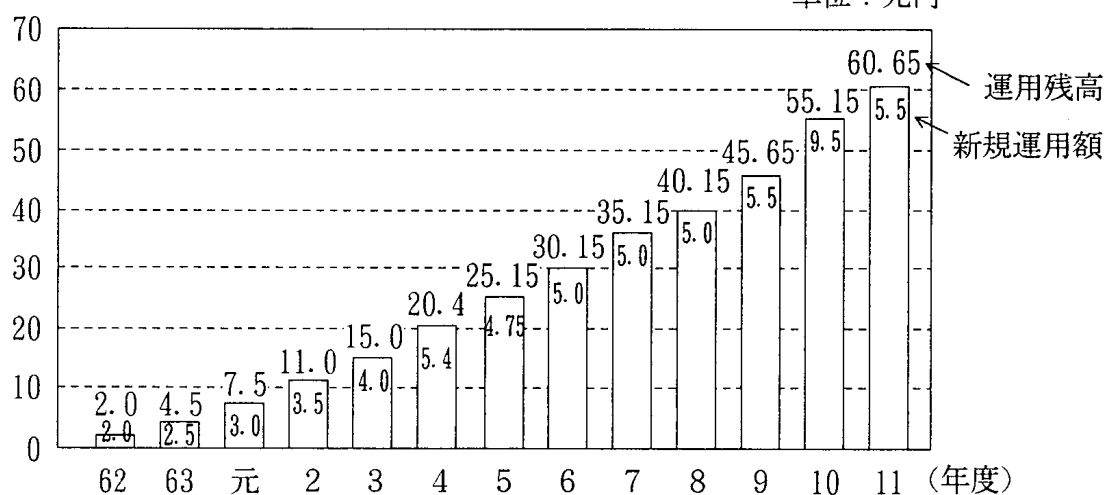
(単位：億円，%)

項目	平成9年度末		平成10年度末	
	年度末残高	構成比	年度末残高	構成比
通常貯金	256,039	10.64	284,084	11.25
積立貯金	7,627	0.32	6,967	0.27
住宅積立貯金	44	0.00	42	0.00
住宅積立貯金	52	0.00	57	0.00
定額貯金	2,021,276	84.03	2,064,675	81.74
財形定額貯金	7,862	0.33	8,207	0.33
定期貯金	112,561	4.68	161,836	6.41
合計	2,405,460	100.00	2,525,867	100.00

資料：郵政省

表22. 郵便貯金の金融自由化対策資金の運用額の推移

単位：兆円



資料：郵政省

とになるが、これら機関からの具体的な戦略は示されていない。

②自主運用の実績

1980年代以降、金融自由化が進展する中で郵便貯金もこれに対応するため、1987年から「金融自由化対策資金」という名目でその一部に付き自主運用を開始し、1999年末で残高60兆円を超えた。(表22)

これにより、資金運用部よりも有利な運用を目指してきた。その仕組みは制度上一旦全額資金運用部へ預託した資金を、預託金利と同一の金利（平成11年11月現在年率2.1%）で借入れ、預託金利を上回った場合は利益として計上される。運用の対象は国債が48%と最高の比率を占め、その他、地方債、公庫公団債、金融債、社債等の安全資産で運用している。採算は同年度で230億円の黒字を確保している。90年代は金利低下傾向が続いており、固定利付き公社債運用では、過去に購入した比較的高目の平均利率と、市場金利下降傾向下におけるキャピタルゲインを総合すれば、現状の超低金利の下でも、年率4%程度の運用利回りを確保し黒字が出るのは当たり前の話である。

しかし、今後は、国債大量発行の下、需給関係の極度の悪化が予想され、市場金利が上昇せざるを得ない環境にあつて、債券価格下落という逆境に遭遇する。郵政省の報告によれば、株式や投資信託はもちろんのこと、債券先物やオプション、先物外国為替なども行なっておらず、自主運用をしているファンドマネージャーの資産運用のノーハウが十分に蓄積されているのかどうかは疑わしく、証券アナリストがどの程度確保されているのかも明らかでないので、今後の対応に不安が伴う。（表23）

③資金環流激動への対応

まず第1に、資金運用部の貸借対照表を見ると預けられた資金の中、111兆円が債券（内長期国債は93兆円）に投資されており、将来郵便貯金が全額自主運用されることとなった場合、国債への投資額の減少が考えられるが、その部分は一体誰に引き受けてもらうのか、このシナリオは示されていない。（表24）

多分、郵便貯金は従来通りに国債の購入を国家から要請されることになろうが、自由金利商品との金利裁定が働き、ここでも国債の値崩れが懸念され、資金運用部自体も運用ノーハウの積み上げが不可欠となってくる。

第2に、定額貯金の大量流出へ充当する資金をどこから調達するのかという問題がある。郵便貯金勘定の資産ミスマッチによる流動性不足が懸念される。つまり期間が長期の財政投融资はすぐには回収されず、資金運用部が保

表23. 郵便貯金の金融自由化対策資金の運用状況

①種目別運用状況

(単位：億円，%)

種目	年度	平成9年度	平成10年度
国 債		220,870 (48.3)	264,589 (47.9)
地 方 債		59,640 (13.0)	82,974 (15.0)
公庫公団債		25,340 (5.5)	24,635 (4.5)
金融債・社債等		37,182 (8.2)	39,813 (7.2)
外 国 債		35,506 (7.8)	44,598 (8.1)
寄託金(指定単)		76,401 (16.7)	93,401 (16.9)
預 金 等		2,259 (0.5)	2,253 (0.4)
合 計		457,198 (100.0)	552,263 (100.0)

注：() 内は構成比です。

②平均残高及び運用利回り

(単位：億円，%)

年度		平成9年度		平成10年度	
種目		平均運用残高	運用利回り	平均運用残高	運用利回り
有価証券		354,568	4.60	410,183	4.03
	国 債	204,057	4.58	235,151	3.82
	地 方 債	56,336	4.06	71,808	3.55
	公庫公団債	23,588	4.41	25,412	4.05
	金融債・社債等	36,851	4.47	37,853	3.68
	外 国 債	33,736	5.89	39,960	6.48
寄 託 金		71,797	4.81	88,289	4.19
そ の 他		6,659	1.25	5,515	0.62
合 計		433,024	4.58	503,987	4.03

資料：郵政省

有する国債を売却するか、新たな国債を発行するしかない。ここにも国債の需給バランスが大きく崩れる危険性がある。窮地に陥って、日銀に政治圧力がかかり、金融理論上ご法度である「新発国債の日銀引受け」に追い込まれ

表24. 資金運用部貸借対照表

(平成11年3月31日現在)

借 方		貸 方	
科 目	金 額	科 目	金 額
	兆円		兆円
有 価 証 券	111.2	預 託 金	433.3
長期国債	93.0	郵便貯金及び郵便振替	251.0
短期国債	1.6	簡易生命保険	5.3
政府関係機関債券	0.6	厚生保険	129.1
特別法人債券	14.1	国民年金	10.4
金 融 債	1.3	船員保険	0.1
電源開発株式会社社債	0.1	その他特別会計	27.9
外 国 債	0.5	資 金	2.4
貸 付 金	324.7	政府関係機関	1.1
一般会計及特別会計貸付金	92.9	特別法人	—
政府関係機関貸付金	110.0	基 金	0.3
特別法人貸付金	58.9	共済組合	5.7
地方公共団体貸付金	62.0	寄附金保管金	—
電源開発株式会社貸付金	0.9	補償金返還金	—
購入証券経過利子	0.1	積 立 金	1.1
現 金 預 金	—	本年度利益	1.6
合 計	436	合 計	436

資料：大蔵省

るならば、もはやインフレ危機を回避することは困難で、国民生活の不安が高まるのみならず、国債価格下落により、機関投資家における巨額の評価損、売却損、不良債権が発生する懸念が大きい。

9. 公的金融の構造改革——新たな機関投資家の誕生

①財政投融資の現状

我が国金融システムの中で、財政投融資という公的金融が肥大化し、近年、我が国の金融資産全体の約3割を記録した。金融ビッグバンのスローガンの下、1998年以降、様々な法律・政省令の改廃、規制緩和・撤廃、新組織や新

制度の導入などが急ピッチで行われてきた中で、財政投融资についても様々な議論が行なわれてきたが、改革は遅々として進んでいない。最近では1999年12月9日に大蔵省より抜本的改革案が出され、これにより核心に迫った本格的検討がやっと始まったと見られるが、具体的実行は遅々としている。

財政投融资の仕組みは3つの部門に分かれ、入り口には郵便貯金と公的年金、中間には大蔵省理財局が管轄する資金運用部、出口には数多くの政府関係機関や特殊法人・公益法人が存在する。各部門は夫々に固有の問題を抱えており機会ある毎に議論されてきたが、財政投融资制度総体としての改革論議は殆どなされてこなかった。(図25)

②問題点

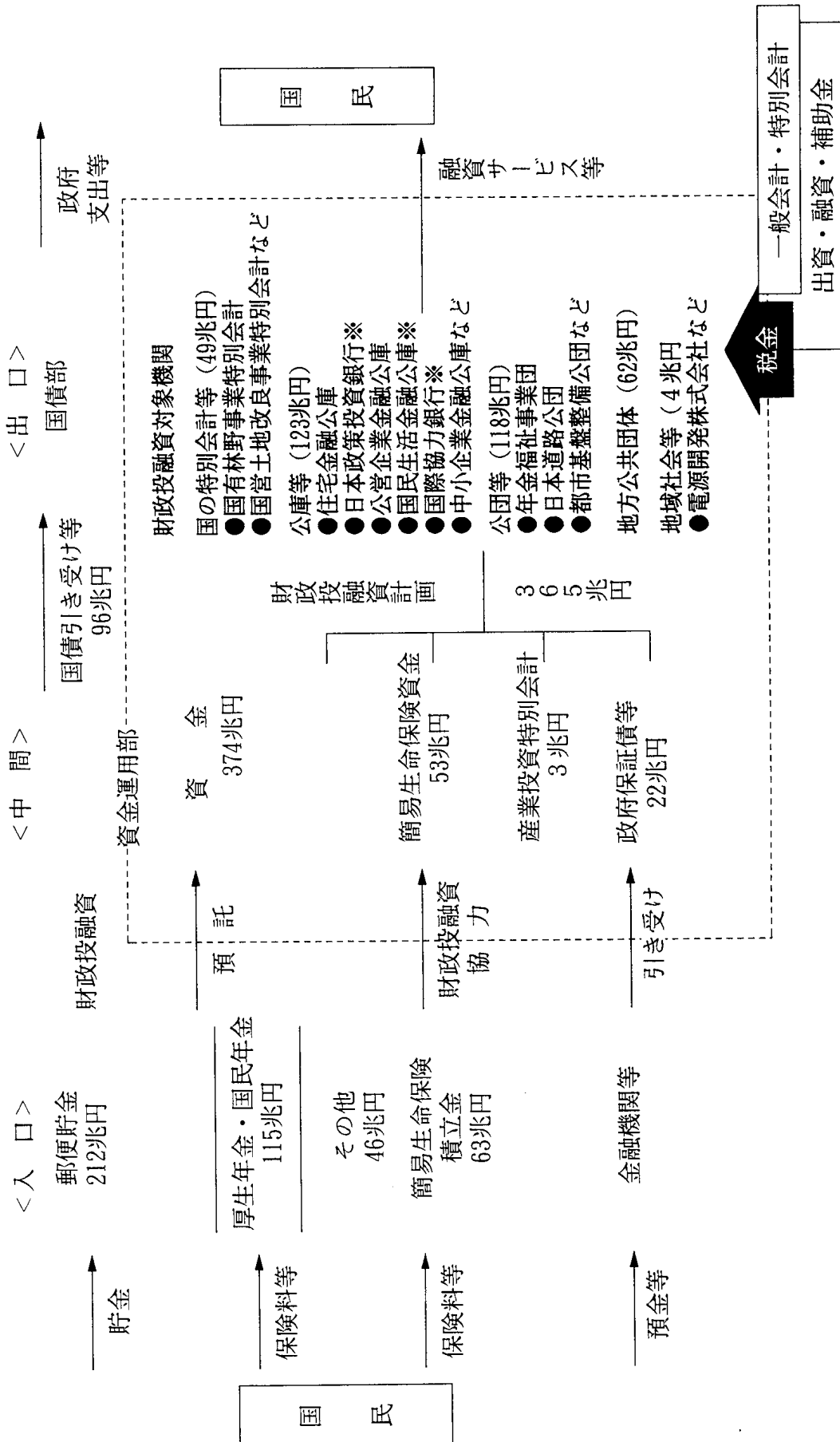
一般的な論点は次の様なものである。つまり、入り口である国民年金約10兆円（基礎年金＝1階部分）と厚生年金約110兆円（基礎年金と被用者年金＝2階部分）、並びに郵便貯金250兆円と郵便簡易保険60兆円という膨大な国民の資金は、制度ならびに慣行上、大蔵省理財局が管轄する資金運用部へ一括預託される。そこで、入り口部門では原則として運用の自主性が与えられず運用責任はない。その顕著な例証として、先に述べた定額貯金の高金利支払い債務と大蔵省資金運用部への低金利運用との長年にわたる大幅な「逆ざや」をどう穴埋めしたのかは全く開示がない。税金負担以外にあり得ないというのが常識であろう。

中間部門である財政投融资計画は、大蔵省・理財局の作成した原案が国会において「第2の予算」として一般予算とともに審議・可決され、形式的には議会制民主主義にのっとった仕組みであるが、かつて十分に審議されたことは殆どなく、概ね原案通り一括可決されていた。

つまり、「第2の予算」と言われながら、一般予算に比べ実態が国民の目に全く晒されなかった。

出口部門では、国の特別会計、公庫・公団など政府関係機関、特別法人、特殊法人、公益法人、地方公共団体などを通じ、社会資本整備や国民生活向上へ重点的に投入され、経済基盤や国民の富が蓄積されてきたわけで、戦後

図25. 財政投融资概念図



(注) 数字は1995年度末残高
(出所) 財団法人・経済広報センター作成資料

※99年10月1日合併等により組織改変

表26. 政府系金融機関のリスク管理債権（2000年3月期）

	リスク管理債権額 (億円)	貸付金額高に占める割合 (%)
国民生活金融公庫※	8,374 (3,159)	7.64 (2.94)
住宅金融公庫	7,570 (6,176)	1.02 (0.86)
日本政策投資銀行※	7,413 (4,091)	3.95 (2.14)
国際協力銀行※	7,177 (5,891)	3.33 (2.72)
中小企業金融公庫	3,953 (3,829)	5.18 (5.11)
農林漁業金融公庫	2,113 (2,307)	5.18 (5.49)
沖縄振興開発金融公庫	655 (606)	3.7 (3.45)
合計（割合は平均）	37,255 (26,059)	2.68 (1.90)
< 参考 > —————		
都市銀行9行	120,480 (128,059)	4.99 (5.16)

（注）億円以下は四捨五入のため、合計と一致しないことがある。カッコ内は1999年3月期の数字。

※は前の期よりリスク管理債権の開示対象を拡大している。

日経2000年10月17日

復興から高度成長に至る歴史的役割は概ね評価されている。しかし、時代の潮流と共にこれらの役割が徐々に低下しているにも拘わらず、組織が硬直的に保護され、不用となった機関の改革や廃止などで柔軟に対応しなかったという非効率性の批判が強くなっている。

こうした環境下、政府系金融機関を含む各機関の事業内容や財務内容についての不十分な公開の状況、過疎地の整備新幹線など収益性に疑義のある事業への投融資、政府系金融機関における多額の不良債権発生、国有林野事業や石油公団に見られる硬直的な事業計画など、非効率的資金運用や無駄が散発的ではあるが具体的に数多く指摘されている。しかし、その殆どが隠蔽されており、民間企業に比べ開示内容が格段と劣後している。（表26）

また、政府関係の事業に向けられない部分は、主に国債や金融債など、一般的に安全と考えられている金融資産へ運用されてきた。しかし、経理は会計基準が成熟した資本市場の複式簿記と著しくかけ離れており、資産の時価評価や不良債権の償却・引当て等の情報は適切に公開されていない。

一般財政と異なり将来償還されなければならない貯金と年金という国民の

金融資産の保護が、制度上優先順位を与えられず、毀損状況も開示されず、極大の運用成果を求める真の機関投資家の参入も制度上排除されていた事実は直視されなければならない、国民の批判にも晒される必要がある。

これは、ミクロ経済で見れば国民の貯金や年金など有償資金が毀損しているということであり、マクロ経済で見れば膨大な貯蓄資金が国家経済の健全な発展につながるように有効活用されていないということである。(表24)

③年金福祉事業団の自主運用

資金運用部へ流入した年金の資金は、例外的に年金福祉事業団で自主運用する制度が導入されている。この考え方自体は高く評価される。しかし、運用機関、運用成果、運用対象等の詳細について具体的開示は行なわれていない。ここでも巨大な損失が発生しているという情報に接する。

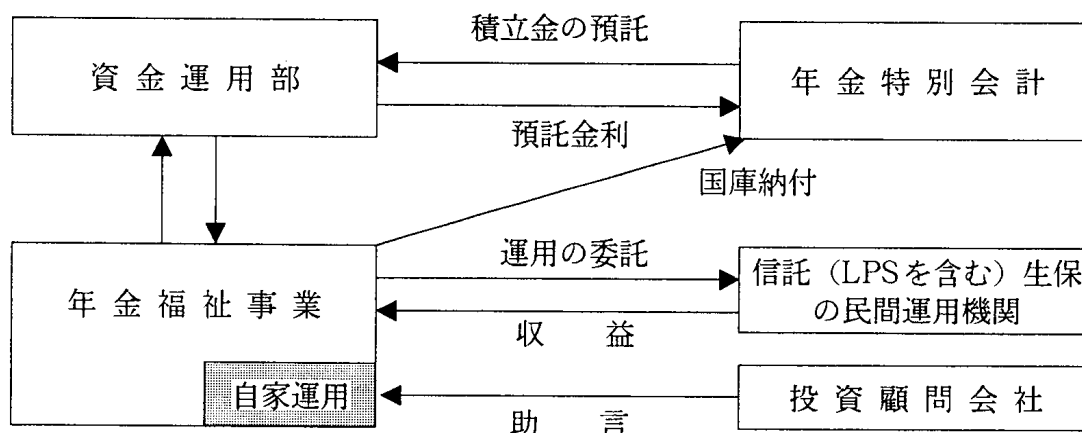
厚生年金保険と国民年金は総額約120兆円であるが、この資金は、原則として全額資金運用部に預託され大蔵省理財局の管理下に置かれているが、例外的に金融自由化対策としてその一部が資金運用部から貸出され、厚生省所管の特殊法人である年金福祉事業団にて自主運用されている。これは、郵便貯金の自主運用と類似の発想であるが、資金運用業務以外の様々な事業にも使われ失敗していることが異なる。

年金福祉事業団は1961年に設立され、被保険者並びに受給者の福祉の向上のため厚生年金保険などの積立金を利用し、当初は住宅資金、教育資金等貸付業務や様々な福祉事業を行って来た。1976年には資金確保事業、1977年には年金財源確保事業を開始したが、これがいわゆる年金自主運用事業である。ちなみに、年金福祉事業団の福祉事業として1978年には大規模年金保養基地グリーンピアを全国13ヶ所すべてにオープンしたが、不適切な立地条件と経営の不手際から赤字の垂れ流しが今問題となっている。

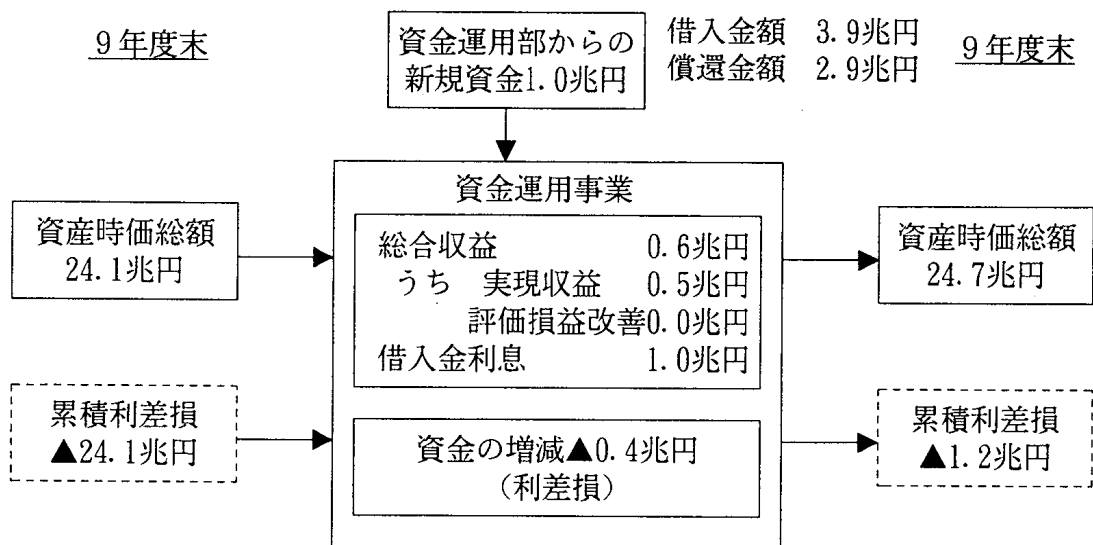
資金運用事業は平成10年度末で運用残高は24.7兆円に達したが、1.2兆円の累積利差損（累積赤字）を計上している。運用方法は信託銀行の指定単（単独運用指定金銭信託）や生命保険へ運用を委託し、さらに残りを投資顧問会社や証券会社を通じて自家運用している。運用機関や運用資産の種類に

図27. 年金福祉事業団の運営事業

①資金運用の仕組み



②運用状況



については詳細内訳は公表されていないが、国債を50%程度組み入れ、転換社債や国内株式、外国株式にも運用している模様である。(図27)

2001年4月から年金資金の全額が自主運用されることとなるので、この年金福祉事業団の役割が中心になる。そこで年金積立金を全額自主運用する「年金資金運用基金」に衣替えする事が決まった。この新しい機関が10年程度で累積損失を解消するとしているが、具体的な方策は示されておらず、市場環境の好転だけに期待せざるを得ない。

当初は国債などの安全資産の組み入れ規制などが課されるであろうが、い

ずれ、全面的な自由化となり、ハイリスク・ハイリターンの商品への関与の度合いを高めることとなろう。そこで、プロフェッショナルな経験と技術に支えられたファンドマネージャーに大きな期待がよせられることは確かである。それまでには相当の年月が必要であろうが、プルーデント（運用への忠実義務）の精神に裏付けられた、機関投資家の役割が今後飛躍的に増大することは間違いない。

④ 改革の流れ

そこで、近年における、抜本的改革の動きを整理すると次の通りである。

まず第1に、「郵貯2000年問題」と言われているように、2000年以降、郵便貯金の主力商品である高金利定額貯金の満期が次々と到来し、巨額の資金流出の可能性が高まってきたことである。

第2に、資金運用部への郵便貯金など預託義務の制度が2001年4月から廃止される計画になっており、紆余曲折はあるにしても、究極的には250兆円に上る郵便貯金の資金と120兆円の厚生年金保険と国民年金、60兆円の郵便簡易保険、合計400兆円を越える資金の流れは二つに分かれ、流出する部分は投資信託や証券会社など流入先の機関投資家を通じて運用され、また流出せず残存した部分も、郵便貯金や厚生年金保険・国民年金そのものが自主運用を強化し徐々に機関投資家になることにより、いずれの部分も民間の自由資本市場に登場する。

我が国の社会慣行を考えれば、様々な利益集団の抵抗や激変緩和という行政措置により、そのスピードは決して早くはないだろう。しかし、この流れは止められない。旧来の政府管轄下の資金吸収窓口機関の夫々が新たな機関投資家として衣更えし、民間金融・資本市場に登場してくる筋書きである。

この新たに登場する機関投資家は、熾烈な競争が行なわれているグローバル市場での運用の経験は不足しており、高度の革新的金融商品についての知識は必ずしも十分ではない。したがって、今後、外資系を含めた民間機関投資家との業務提携や、投資顧問会者、信託銀行、投資信託の多面的利用などを通じ、国際的広がりの中で、マーケットメカニズムを幅広くとり入れる方

向へと転換せざるを得ない。従来の公的資金が民間市場へ流入するわけだから、わが国機関投資家の責任と資金量は飛躍的に増大する。

郵便貯金事業は、1997年12月の行政改革会議の最終報告では郵政公社として国営堅持を貫いたが、将来の資金の流れを見れば、民営化問題はいずれ改めて論議されることは必至である。公務員として身分が保障され、特定郵便局長は世襲が認められ、年功序列賃金で保護された郵政省役職員が、世界の金融・資本市場において、リスクに晒されながら高い運用成果を追求するため極度の緊張を要求されるファンドマネージャーと互角に勝負出来るだろうか。

資金運用部への預託廃止後は、資金の調達と運用の両方を郵政省が自主判断で行うことになり、それはまさに独立銀行そのものである。当然金融庁の検査対象機関とならなければ、法の下に平等な自由主義法治国家とはいえない。また世界一の超巨大規模から見て公正取引委員会による市場独占や不公正価格形成の判定も必要とする。国内民間金融機関のみならず外国金融機関との提携やアプローチも急ピッチで進展しているが、これら民間機関との権衡や、国際的投機筋からの様々なリスクから国民の有償資産である年金や郵便貯金をどのように守るのかについても基本政策が示されておらず、「武士の商法」という懸念が捨てきれない。

さらに、出口部門で新たに発生する問題として、預託義務廃止により財政投融資制度からの資金源を断たれた財投機関の資金調達問題がある。それら機関は、自由な金融・資本市場で資金調達を計らなければならない。調達形態については財投債、財投機関債、政府保証債などが考えられる。しかし、財投機関債は格付けや引受方式が示されておらず、初年度（2001年度）の計画は、対象33機関のうち15機関約1兆円の発行が予定されているにすぎず、これは財投計画（約33兆円）の数%と微々たるものである。そこで資金運用部に設置される「財政投融資資金特別会計」が財投債という名の実質的な国債を発行することになり、政府債務の圧迫要因となる。このように、いずれも一長一短あり、現時点では公式な考え方は示されていない。しかし、そこから誕生する様々な金融商品が、究極の到達点として、信用度、種類、満期

構成、利回り水準など多様な商品の登場が展望出来る。そこで、新しい運用対象として運用ポートフォリオに組み込むことについて、格付けの充実を含め、機関投資家は新たな検討を迫られることになるだろう。

10. 機関投資家の新時代

——運用哲学の構築と技術革新ならびに企業統治

①資金運用の時代

金融の課題は戦後半世紀余にわたり、経済の高度成長を支えるための企業への優先的資金配分に重点が置かれていた。いまでも中小・零細企業金融の分野で、銀行の貸し渋りや商工ローンの違法取り立てなど社会的問題を契機として、銀行の企業審査能力の改革や、新規に参入する金融機関の活力を通じて、産業界などへ円滑なマネーの供給を確保する安定的な金融システムのあり方があらためて論議されている。

しかしそれと並行して、21世紀を展望した場合、1300兆円にものぼる巨大な個人金融資産の適切かつ効率的な運用に、政策の重点が移行せざるを得ない状況にある。この目的に添い既に様々な規制緩和が行われてきたが、それはグローバルスタンダードという言葉でイメージされる外圧からではなく、低成長と高齢化社会という我が国経済の根底にある基本構造の質的变化に対応する内在的な要請からである。この点にこそ、いま機関投資家の役割と資質が改めて問われている理由がある。より具体的には、第1に金融資産運用哲学の再構築、第2に投資する対象市場や商品の急変貌や高度化に対応出来る運用技術の革新、第3に個人資産の代理人として、従来のメインバンクに変わり、コーポレートガバナンス機能の構築と強化である。

第1の課題は安全で有利な投資はないという認識の徹底に尽きる。第2の課題は国内の株式や社債などの資本市場の変貌と、コンピューターと通信技術高度化に支えられた店頭株式市場の台頭と、グローバルでハイスピードな国際的資金環流などへの挑戦である。そして第3の課題は銀行を軸とした企業間株式相互持ち合いの構造的崩壊と年金資金など国民資産に支えられた機

関投資家の持ち株比率の増加に対応する必然的帰結である。21世紀におけるわが国金融機関の役割は資金調達から資金運用の時代へとダイナミックに変貌する。

②運用哲学

外資系の投資信託会社や、情報通信関連企業など創造的企業へ投資を始めた独立系ベンチャーキャピタル等に見られる如く、新しい運用哲学の萌芽がここ1-2年の間に急速に登場しているが、国民資産の大部分を扱っている既存の機関投資家の運用哲学は殆ど改革されていない。旧来の考え方の根底には、(イ)安全で有利な運用を目指すこと、(ロ)短期的に現金配当を確保すること、(ハ)安定的な固定利回りを確保すること、(ニ)株式よりも国債や債券が安全であるという判断、(ホ)ならびに為替リスクを承知していても目先の高金利を求め外貨に投資する慣行等である。

既に述べてきたように、このような考え方は、公的年金や生命保険会社の運用の計算基準が、わずか数年前までは一律に5.5%であったことや、資産運用について国債を優先し株式や外貨資産を劣後させるような硬直的行政指導があったこと等に典型的に見られた。投資顧問会社制度が導入された際も、当事者間ではこれらの運用手法について多くの批判や議論が行なわれたが、国民的理解はもとより金融界でも一般的には納得されず、さらにその後証券会社の営業特金による「利回り保証問題」が事件になった後でも、考え方は殆ど変わっていない。市場のインサイダー情報を先取りし、自信を持って確定利回り商品を提供するのが優れたファンドマネージャーであるという主張は根強く定着している。1989年末をピークとするその後の株価の下落基調と、金利下降傾向による債券相場の堅調な推移は、この旧来型の投資通念を一層確固たるものとした。

しかし、1998年中頃から後半にかけて、金融恐慌回避のため総額60兆円の公的資金枠を軸とする金融システム安定のネットワークが構築された頃を転機とし、株式市場は1999年はじめ頃から、情報通信銘柄や店頭上場銘柄を軸に上昇傾向に転じた。他方、引き続き景気低迷を理由に、超低金利情勢が続

いているわけだから、金融資産は預貯金から株式市場へ当然シフトする環境が出現した。しかし実体は、例えば投資信託成長の背景にいる一部少数の個人投資家や外資系投資家を除けば、国民は預貯金を引き出すこともなく、また大量に発行されている国債や地方債の消化が不可能になるという状況でもなく、殆ど国内で安定的に消化されている。つまり、国民が預貯金と国債の安全性を信じ切っていることを担保に、生保や年金基金や銀行等は景気低迷を理由として提供商品の利回りを改善すべき刺激と努力に乏しく、低金利に不満を持つ国民の期待には全く応えていない。

運用とは短期間の利回りについての固定金利確保や元本の安全指向ではない。成熟した資産運用の哲学では、「長期間にわたり市場のインデックスをどれだけ上回って資産価値を高めたのか」というのがサービスの根底にあり、それが運用競争のポイントでもある。そのために、どのような金融商品や銘柄をどのような比率で組み込むかというのがポートフォリオマネージャーの技術力でありポリシーである。また、どのような基準で適切な証券アナリストを選ぶのかも運用判断の一部である。投資家は彼らの運用技術を納得し報酬を払って運用を委託する。自分の運用方針に最も適合した投資顧問会社を選ぶのも運用判断の始まりである。どのようなインデックスを対象とするのかは投資家の考え方や投資資金の質によって異なる。例えば、日経平均上昇率、店頭株平均上昇率、国債の金利水準、経済成長率、物価指数等何でもよい。それは資金が目的とするリスクとリターンの組み合わせで決まる。情報通信株やベンチャービジネス株が大きく上昇していても、絶対に元本が毀損しては困る年金生活者の生活資金などは、そのような株式への投資適格資金にならない。ハイリスクを望まない資金は例えば物価水準に連動させるのが安全である。しかし、懸念される急激なインフレに適切にヘッジするためにどのような運用手法や哲学があるのかも必要ならば予め十分に調査することであり、その手法を十分に検討するのも重要な投資判断である。これからは、機関投資家などの受託者は委託者に対してテーラーメイドの独自の運用哲学を開示することである。

③株式市場の変貌

わが国の株式市場は、バブル崩壊後10年を経て、いま初めて急激な変貌を遂げている。機関投資家は、自己の能力をフルに発揮してこれら変貌の実態に幅広く目配りし、事実を正確に認識し商品を詳しく分析することによって忠実運用の義務が果たされる。従来の論理や市場慣行に漫然と追随したり、市場の人気だけに左右されていては判断を誤る。

株式市場に目を向ければ、情報通信関連銘柄、店頭上場銘柄、あるいは設立後日が浅い未公開株式の躍進、さらに、それらの銘柄を組み込んだ投資信託等が1999年度中に大きなキャピタルゲインを実現したが、2000年度中頃から株価下落により成果が低迷している。逆に産業構造の変化に追随出来ない重厚長大の銘柄には安値を更新しているものや倒産企業も多いものの、経営革新や企業再編を断行している企業の中には株価が堅調なものもある。

規制緩和によって急成長した携帯電話や「iモード」などの技術革新は、国内で新たな需要を喚起し、また、ポケモン、ドリームキャスト、プレイステーションなど当初は単なるゲームソフトやレジャー産業からスタートしたものが、いまやインターネットやEメール機能や放送・通信機能とも統合が展望され、日本発の新技术創造として世界の消費者の間で爆発的な関心を引き起こしている。

インターネット検索サービス会社のヤフー・ジャパン株が1億円をつけたのが話題となったが、この種の株式のPER（株価収益率）は数百倍から千倍を越え、従来の基準である20倍から100倍程度の範囲と全く違った世界を構築し、伝統的株価論理にも一石を投じた。

これらの現象はアメリカ市場を追従しているように見えるが、すでにアメリカでは高値警戒感が出て調整を繰り返していることにも注意が必要である。そこで、我が国においても、旧来型であれ革新的であれ、機関投資家が一定の警戒感を持つのは当然であり、バブル的な動向には一線を画すべきことは言うまでもないが、さりとて全く無視するわけにはいかない。

企業の廃業率が創業率を上回り、景気が低迷し、雇用機会が減退している

中で、国家的施策として1999年12月に中小企業基本法が36年ぶりに改正されベンチャー企業の育成が産業政策の中核となった。それとタイミングをあわせるがごとく、1999年11月には東京証券取引所に創造的中小企業の店頭上場を可能とするマザーズ (Market of the high-growth and emerging stocks) 市場が開設され、また大阪証券取引所では2000年6月に、全米証券業協会 (NASD) と投資会社ソフトバンクによりベンチャー企業向け市場としてナスダックジャパン (NASDAQ JAPAN) が創設された。

店頭株を対象とする新市場については、すでに1983年に大阪で市場2部が開設され、追って1995年に東京に店頭特則市場が開設され、1998年には特則市場を廃止し新たにベンチャー企業向け店頭2市場の開設、大阪では1998年12月に新市場部を創設したという経緯がある。しかし、今回は様相が全く異なり、従来指摘されてきた利便性の悪さや欠陥が殆ど整備され世界的に見ても遜色のない市場インフラが登場したと評価される。(図28)

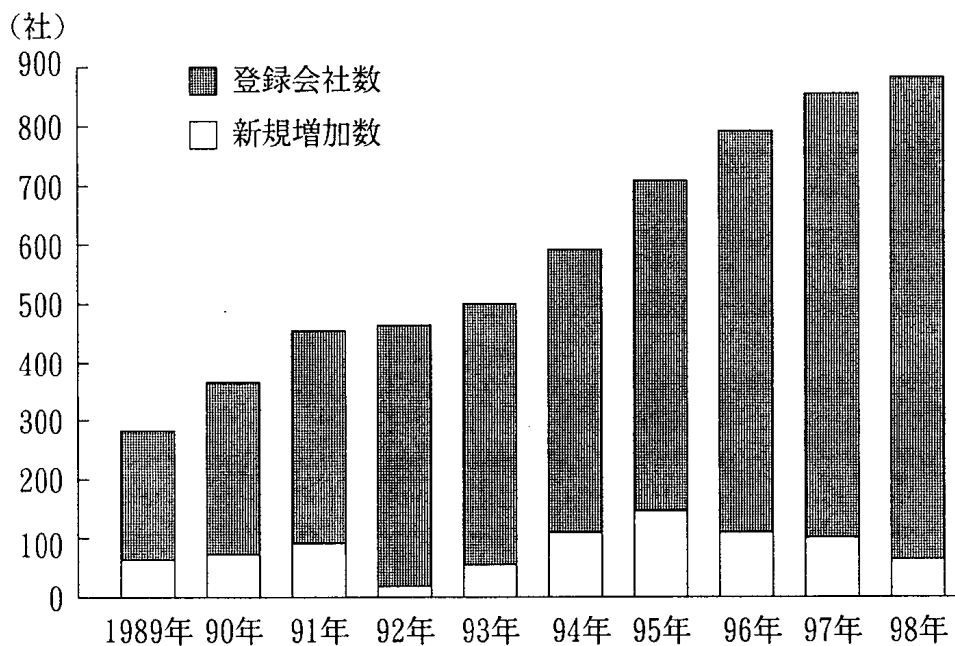
こうした過熱状態とも見受けられる中で、不健全企業の上場も見られ、後日審査基準の強化も図られているが、試行錯誤を経て新しい秩序や制度が形成されるのは当然の過程である。

株式市場のインフラ整備に加え、一見遅々として進まないように見えても、金融ビッグバンによる構造改革、特に金融システムの安定策と、証券業務の規制撤廃・市場開放が着実に進行している。

④債券市場の変貌

債券市場について言えば、国及び地方自治体の財政赤字を反映して、いま最大の激動要因は国債並びに地方債の大量発行で、2000年度末には政府長期債務は約645兆円に達しGDPの1.3倍と予測されている。従来、我が国の公社債市場は10年満期国債を中心とし、政府保証債、地方債、金融債、電力債が比較的活発に発行され、これと対照的に一般企業の社債発行は低水準であった。しかも発行金利は金融自由化の過程で既に1980年代から入札制度が導入され強化されたとはいえ、国債を底辺とするきわめて狭い範囲でのいわゆる四畳半金利は基本的に存続しており、銘柄の信用度を適切に反映していな

図28. 店頭登録会社数および新規登録会社数推移



※新規登録会社数は暦年ベース。登録会社数は年末ベース。

(資料) 日本証券業協会

かった。またその販売については、金融機関を中心として、いわば計画的・政策的に割り当てられていたわけで、殆ど国内で消化されている。この状況は、アメリカのトレジャリーボンドの相当部分が我が国をはじめとする海外の投資家に販売され、自由市場で活発に売買されているのと対照的である。

社債制度は1980年代以降の円建て外債活発化の過程で、発行限度、適債基準、担保制度などが緩和・撤廃され、公募と私募の違いも法的に明確に定義づけられた。しかし、多くの企業は1980年代には発行条件が弾力的でスピードのあるユーロ市場やスイス市場などの海外市場を活発に利用してきた。

このように、いわば戦後の伝統的市場は、いま変革と激動を迎えようとしている。論点を列記すると、第1に国債や地方債の発行が当分高水準で推移せざるを得ないことである。第2に財政投融资制度改革によって、財投機関債、財投債、政府保証付き財投機関債が新たに大量に登場することである。第3に長期信用銀行などが破綻し一時国有化を経て外資系や新興企業へ経営譲渡が行われたが、将来の経営方針が不透明であること、金融債はさしあたり存続しているが制度そのものが護送船団方式の象徴で時代遅れであること、

これと対照的に普通銀行が社債発行を認められたこと。第4に従来金融債との競合でタブーであった5年債が登場すること、割引債も自由に出せること、銀行預金と競合する短期債も可能となったこと、変動利付債も射程圏に入ったことなど商品性が完全に自由化されたことである。そして第5に、これら変革に伴い発行金利が市場の状況と発行体の信用度を適格に反映される基本的自由市場が構築される土壌が形成されたことなどであろう。

紆余曲折はあるにしても、行き着く先はオーバーナイトから30年まであらゆる満期をカバーし、銘柄の信用度は「Tプラス・アルファ」というイーランドカーブに対応した国債比較基準が開示されるアメリカ型市場の登場も遠くないであろう。発行体も機関投資家もこれら変革から逃げられない。当然決済システムも即時決済(RTG S)への移向が急がれる。

すでに債券利回りは最低の水準に低下してしまったわけだから、これから金利上昇過程である。そこで債券価格の下落に直面するわけであるが、投資期間の判断、固定金利か変動金利かの選択など、債券運用における本格的リスク判断が要請されることになる。債券の価格リスクと株式の価格リスクは性質が全く異なるが、債券が株式より安全とは必ずしも断定できない。リスクヘッジのためにオプションやフューチャーやスワップを利用しなければならないニーズはますます高まっている。

⑤運用対象の多様化

運用対象は株式や債券にとどまらず、新たな商品が登場している。例えば資産担保証券(ABS)である。銀行には不動産担保貸金、住宅ローン、クレジットカード債権、リース債権など様々な債権があるが、これら資産を特定目的会社(SPC)に譲渡し、そのキャッシュフローを担保として細分化し、証券として販売し資金調達する仕組みである。

この仕組みはアメリカでは1500億ドル程度まで発達しているが、我が国ではやっと実験的に開始された段階である。法律や税制にまだ難点があり、SPCを海外で設立するような状況であるが、今後本格的発展のための法整備が期待される。

このほか証券類似の投資対象に商品ファンドがある。金、白金などの貴金属や、原油、ゴム、コーヒー、穀物など国際商品の先物市場は、アメリカではシカゴ商品取引所（C B T）、シカゴ商業取引所（C M E）などがあり、我が国では、東京工業品取引所、東京穀物商品取引所などで行われている。これらを投資対象とした商品ファンドについては、1991年に「商品ファンド法」が施行され、現在は商社やリース会社などが扱っている。取引単位も当初は1億円と大きかったが次第に小口化され、多くの投資家が参入可能となり、今後の成長が見込まれる。

これら商品は機関投資家の運用対象に含まれるべき筋道ではあるが、資産担保証券も、商品ファンドも、その管轄が通産省、農水省、建設省など多くの省庁に分散されており税制も区々なのが難点である。将来の方向としては、金融ビッグバンの総仕上げとして、政府の各種審議会では検討が続けられている「金融サービス法」に一括して統合されることが期待される。しかし、現実には遅々として進んでいない。

国際的な投資対象としては、従来はアメリカの国債が、流動性が高く信用度が確実で発行量も多いということで大量に投資され、逆に商品性が優れ、規制の少ないユーロ市場の商品は、流動性に難点があり、我が国企業が発行した証券を除いてあまり活用されてこなかった。しかし、1980年代後半頃からグローバルな資金還流が急速に拡大し、デリバティブやヘッジファンドなど主権国家の規制を越えた商品が通信と計算技術の飛躍的発展に伴い、我が国にも直接流入するようになった。

このように急速かつ多様化した市場の環境変化を踏まえれば、これからの投資パフォーマンスの改善には世界の経済構造の変化や技術革新を先取りする必要性が求められる。

主な注目点は、いまブームの通信情報・インターネット関連銘柄の他に、例えば、バッテリー併用のエコカー、ジーゼル排気ガス削減器、ダイオキシン汚染物質処理技術など地球温暖化・環境公害対策銘柄、バリアフリー住宅、在宅通信診断医療機器、生活危機管理施設など高齢者向け生活環境改善銘柄、

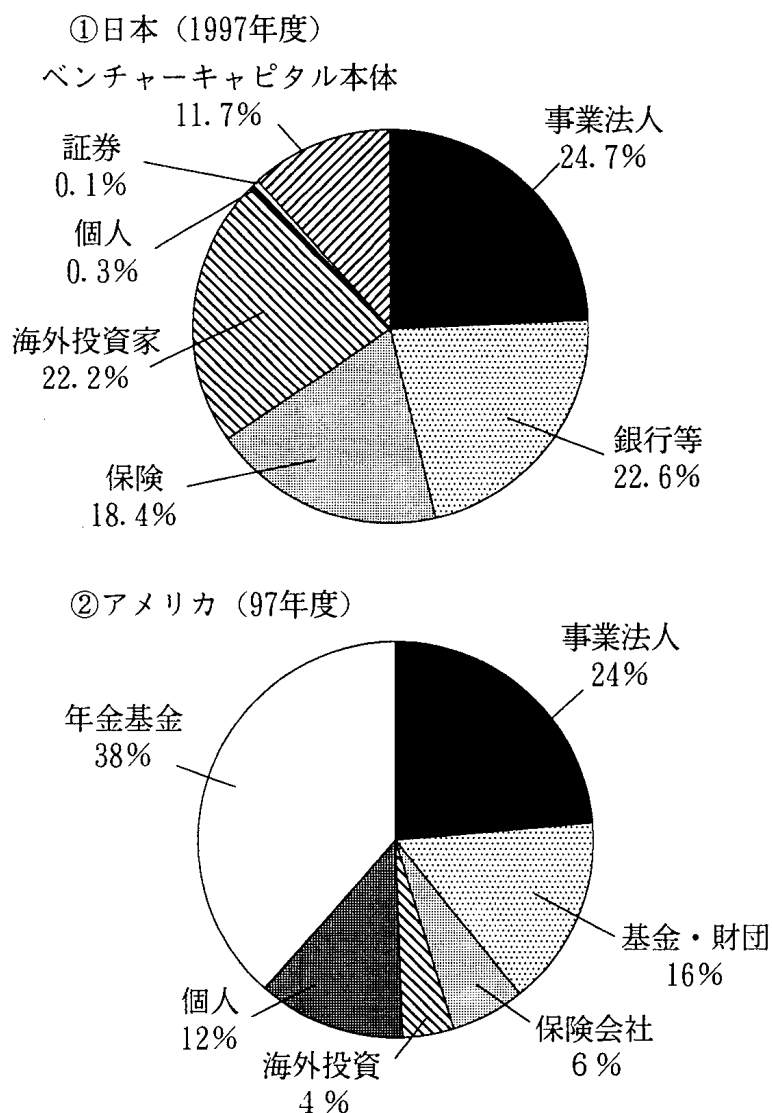
ヒトゲノムやバイオ関連の医療・薬品銘柄、電力や鉄道など旧来設備を利用した光ファイバー網敷設や全国ケーブルテレビ網や通信回線の高度化銘柄、新時代に適応する教育改革関連銘柄などがあげられよう。

注目産業や銘柄については絶えざる幅広い関心が必要であるが、確実に言えることは、財政投融资の資金に大きく依存したきた道路、新幹線、港湾、河川、ダムなどの建設、つまり鉄鋼とコンクリート素材による旧来型でマクロ経済への乗数効果の乏しい「箱もの産業」は表舞台から退場していく運命にある。

⑥機関投資家による企業統治（コーポレートガバナンス）

現代の潮流を概観すれば、第1に外資の持ち株比率は、外資に経営の主導権が移転した日産自動車や日興証券だけではなく、ソニーを始め国際優良企業においても急速に増加している。第2に、金融破綻の結果として、日本長期信用銀行がアメリカの投資会社リッブルウッドへ譲渡され、新生銀行という新たな外資系銀行として登場し、次いで、日本債券信用銀行が、新興投資会社ソフトバンクを軸とし日本の非銀行異業種企業連合に譲渡され「あおぞら銀行」として再スタートし、ハイテク関連新興企業へ資金供給をしようとしている。さらにイトーヨーカ堂をはじめとする流通業やソニーなどコンピューターメーカーを中心とする銀行設立の動き、ジャパネット銀行のように銀行を中心として生保、電力、通信など旧来企業の参加による新しいネット銀行の登場など、金融の担い手や参入母体の様態が急速かつ根本的に変質している。第3に、銀行を軸とした株式の相互持ち合い構造が急速に崩壊していることである。旧財閥企業で構成される企業グループは簡単には解消しないと思われるものの、も早その関係は排他的ではなく極めて緩やかで、多様な統合や買収合併はいつでも起こりうる環境になってきた。つまり銀行による旧来型の企業ガバナンスの力はほぼ崩壊している。第4に、年金資金が独自の力を持つ方向にある。アメリカの CalPERS に代表される各州の公務員年金による株式の大量保有から発生した企業ガバナンスについては広く知られているが、我が国の年金も同様の方向を歩む可能性が濃厚となってきた。

図29. ベンチャーキャピタルファンドへの出資者の構成（金額ベース）



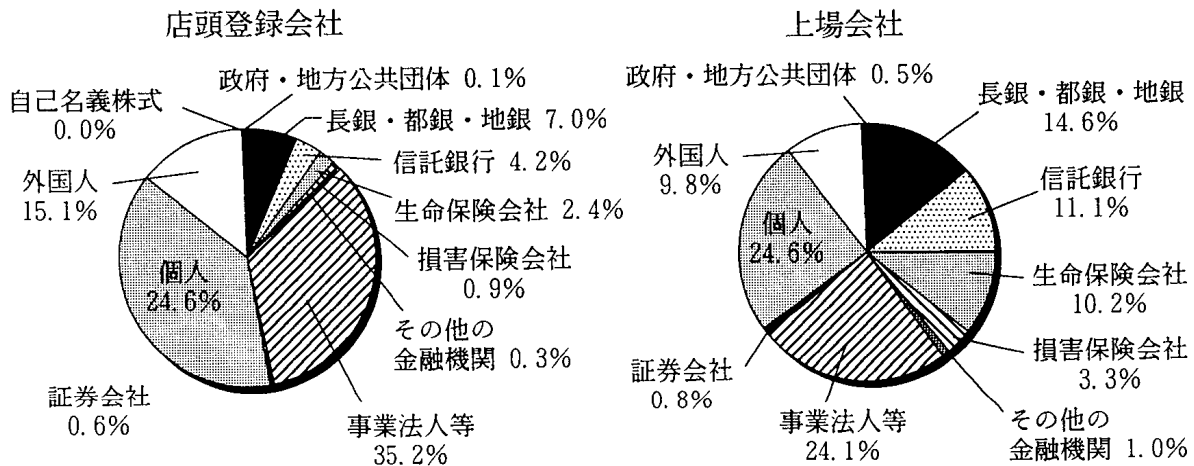
（備考）通商産業省，財団法人ベンチャーエンタープライズセンター
「ベンチャーキャピタル投資状況調査」及びNational Venture Capital
Association「1997 Annual Report」により作成。

（資料）99年経済白書

財政投融资制度の改革による公的年金の全額自主運用の開始，厚生年金基金などの財務体質改善のための運用成果向上への強いニーズ，確定拠出年金の導入による受託責任の増大などにより，各種年金が企業の株式を自己の判断で直接保有し，議決権を行使する方向へ発展する可能性が大きい。これは公的年金が「物を言う株主」に変質する事であり，ここに，年金の背後にある国民の利益を代表した企業運営への道が開ける可能性が出てきたわけである。

る。この期待に応えるべき機関投資家の役目は日本経済の構造改革の一環として極めて重要であり、その将来像に注目したい。(図29・30・31) 以上

図30. 株主の所有者別比率

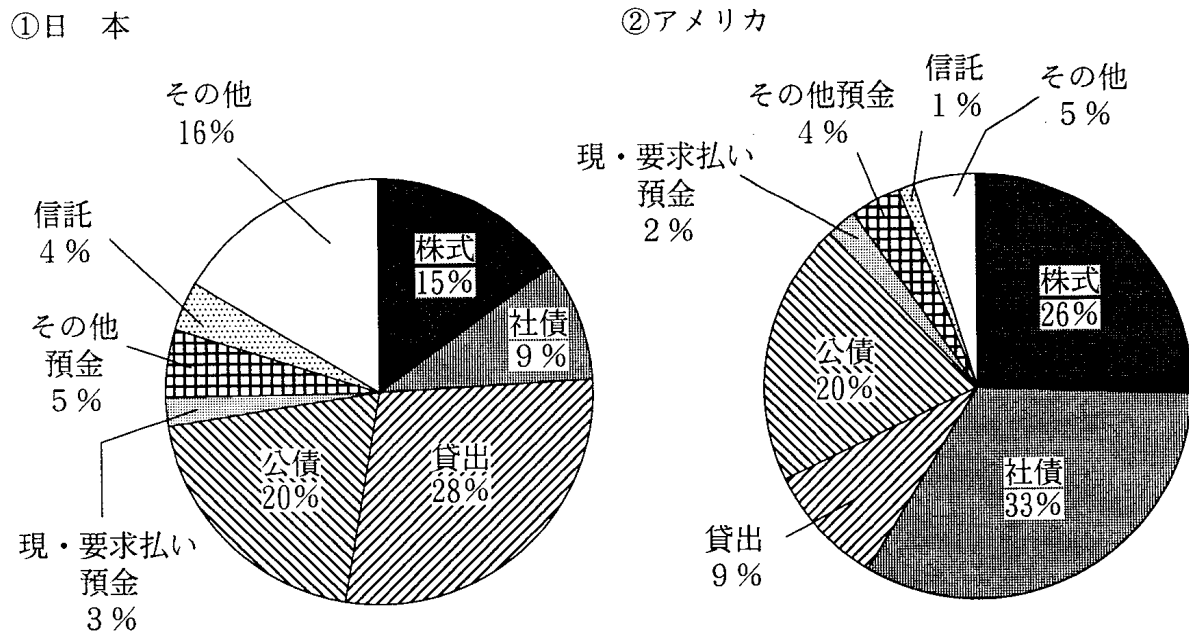


※店頭登録会社：1997年度（1997年4月1日～1998年3月31日）中に臨時登録会社として決算期を迎えた30社が調査対象。（店頭管理銘柄の発行会社および日本銀行は除く。）

※上場会社：全国証券取引所協議会の「平成9年度株式の分布状況調査」より

※資料：日本証券業協会

図31. 日本とアメリカの機関投資家（生損保）のポートフォリオ



(備考) 1. 日本については日本銀行「資金循環勘定」、アメリカについては連邦準備制度理事会「Funds and Flows」により作成。

2. 1998年の計数

(資料) 99年経済白書

参 考 文 献

- 「巨大機関投資家 5 章, 投資顧問会社の誕生」津田和夫著 講談社現代新書 1990年 5 月
- 「投資顧問業創業10年の履歴書」日本証券投資顧問業協会元会長 米里 恕 金融財政事情, 1996年 9 月14日-1999年 6 月28日まで10回連載
- 「フィナンシャル・レビュー 第36号 証券投資信託特集」大蔵省財政金融研究所編 1998年 2 月
- 「年金白書 平成11年版」(株)社会保険研究所
- 「機関投資家と証券市場」日本証券経済研究所 1997年11月
- 「機関投資家の発展とコーポレートガバナンス」三和裕美子 日本経済評論社 1997年 7 月
- 「日本型金融システムの転機 第 4 章 公的金融システムの改革」津田和夫 東大出版会 1998年 7 月
- 「財政投融资の改革」宮脇淳 東洋経済新報社 1995年
- 「郵貯・簡保の最新事情」東洋経済新報社 1996年
- 「郵便貯金民営化の論点整理」{金融}, 全国銀行協会 1997年 4 月
- 「公共工事をどうするか」五十嵐啓喜・小川昭雄 岩波新書 1997年
- 「行政改革会議中間報告」1997年 9 月
- 「行政改革会議最終報告」1997年12月
- 「財投解体論批判」富田俊基 東洋経済新報社 1997年
- 「ナスダック」近藤一仁 経済法令研究会 1999年11月
- 「郵便貯金に関する私どもの考え方」2000年11月, 全国銀行協会等金融界 9 団体と農林中央金庫による大蔵省と金融庁への提言

注・2001年 1 月 6 日, 中央省庁再編に伴い, 大蔵省は財務省へ, 資金運用部は財政投融资資金特別会計へ, 厚生省は厚生労働省へ, 郵政省は総務省郵政事業庁へ組織改変。

(つだ・かずお/経済学部教授/2000年11月13日受理)

Japan's Institutional Investor (Part2)

Kazuo TSUDA

Institutional Investor Part 2

Analysis on Institutional Investors continues to fund management companies, pension funds, Governmental financial system, corporate governance, and sophisticated ideals on portfolio management.

Emphasis is made on the prudent development of fund management companies in the course of de-regulation for satisfaction of pension funds management over time.

Further, the debates focus on inefficient and less-transparent obsolete Governmental financial system, and the way of improvement or consolidation of themselves including privatization of postal savings deposit in particular.

Emergence of various type of unique financial instruments is discussed, which will be produced by the dramatic change of money circulation arising from the scheduled changes of laws in April 2001 covering Government financial structure.

The formation of new stock markets named as “MOTHERS” in Tokyo and “NASDAQ Japan” in Osaka, shall be studied, both of which will enable young venture companies to list and trade, and facilitate the Institutional Investors of the wide selection of financial instruments.

The financial markets in Japan is moving as one of the major player in the global markets, for the purpose of sustaining growth of the economy, overcoming the difficulties arising from highly aging society.

Corporate governance by pension fund manager, therefore, will highly be valued as representing the peoples interests, which would replace once prominent main-bank governance function.